M. J. Bonn

Die Stabilisierung der Mark







Die Stabilisierung der Mark

Im Auftrag des

Reichsfinanzministeriums

von

Professor Dr. M. J. Bonn



Verlag für Politik und Wirtschaft / Berlin W 35

Druck: Otto Stollberg & Co., Berlin W 35, Potsdamer Straße 45.

Die nachteiligen Folgen einer schwankenden Währung für den auswärtigen Wirtschaftsverkehr der Völker bedürfen heute kaum mehr einer ausführlichen Schilderung. Zwar stellt man ihnen gerne die Vorteile gegenüber, die eine fallende Währung für die Ausfuhr bedeute, und betont den Nutzen, den die innere Geldentwertung für den Schuldner, insbesondere für den Staatsschuldner, habe. Man muß sich aber, gerade wenn man auf diesen Punkt Wert legt, klar darüber sein, daß eine stark schwankende Valuta jede zielbewußte Handelspolitik unmöglich macht. Hohe Zollsätze in valutaschwachen Ländern fallen, auch wenn sie in Gold zahlbar sind, für die Einfuhr aus valutastarken Ländern neben den Goldpreisen nicht ins Gewicht, während die Zollschranken der valutastarken Länder gegenüber der Einfuhr aus valutaschwachen Ländern infolge der Valuta-Ausfuhrprämie zeitweilig völlig wirkungslos werden. Die Märkte der valutaschwachen Länder sind daher den valutastarken Ländern auch ohne Zollschutz



großenteils verschlossen, während die Einfuhr in valutastarke Länder aus valutaschwachen Ländern durch Anti-Schleudertarife nicht immer gehindert werden kann. Die Handelspolitik greift daher zu den Mitteln mittelalterlicher Prohibitionspolitik.

In einem Zeitalter, wo infolge verstärkter internationaler Verschuldung der Güterverkehr der Völker automatisch ein engerer werden müßte, wird er durch die Währungszerrüttung materiell und formell geknebelt. Daher wird die Ueberschreitung der vielen neugeschaffenen politischen Grenzen nicht durch wirtschaftliche Abmachungen erleichtert; im Gegenteil, die politischen Grenzen werden viel wirksamere Hindernisse des wirtschaftlichen Verkehrs, als sie früher gewesen sind. Wenn dieses Ergebnis in seiner ganzen wirtschaftlichen Bedeutung bis jetzt nicht zutage getreten ist, so ist es dem Fallen der Weltmarktpreise für Rohstoffe und Nahrungsmittel um etwa 50 v. H. zuzuschreiben, das die Aufnahmefähigkeit der valutaschwachen Länder entsprechend erhöht hat, während es gleichzeitig die Kaufkraft der sie produzierenden valutastarken Gebiete schwächt.

Währungsschwankungen von großer Heftigkeit verhindern aber nicht nur eine großzügige, den Verkehr der Völker fördernde Handelspolitik, sie erschweren auch eine geordnete internationale Kreditgewährung, ohne die die Sanierung der valutaschwachen Länder kaum möglich sein wird. Die Aufnahme von Golddarlehen bedeutet ein Ri-

siko für Staat und Wirtschaft des Schuldnerstaates, das bei Schwankungen im Ausmaße der heutigen überhaupt nicht getragen werden kann. Die Kreditgewährung in Papier wälzt das Risiko auf die Schultern der Gläubiger über, die zwar in vielen Fällen stärker sind, die aber eben dieses Risikos wegen ihre Hilfe nicht in der Form organisierter Kredite gewähren, sondern als Börsenspekulation in Effekten und Banknoten. Gerade die deutsche Entwicklung beweist das deutlich.

I.

Kommt man auf Grund solcher Ueberlegungen zu dem Ergebnis, daß heftige Schwankungen vermieden werden müssen, so ist damit noch nicht gesagt, daß die Mark stabilisiert werden soll.

Eine wirkliche Stabilisierung liegt vor, wenn die Geldeinheiten, die im Inland gebraucht werden, also zum Beispiel die Papiermark, in ein festes Umrechnungsverhältnis zu den als wertbeständig betrachteten Währungen des Auslands, also z. B. dem Golddollar, gebracht werden. Das ist vollkommen erreicht, wenn es gelingt, die Papierwährung eines Landes auf die früher bestehende Goldparität zurückzuführen, wenn also z. B. in England ein Pfund Papier wieder gegen ein Pfund Gold umgetauscht werden kann. Wertschwankungen im Innern können dann überhaupt nicht mehr eintreten; die Schwankungen nach außen müssen

fremden Währungen gegenüber sich zwischen beiden Goldpunkten halten, die natürlich infolge der Verschiebung der Transportkosten, der Versicherungskosten und des Zinsverlustes mit den alten Goldpunkten nicht identisch sein müssen.

Der Versuch, den Wert der Papiermark auf den der Goldmark zu heben, ist heute aussichtslos. Ein Preisabbau von dem Umfang, der hierzu nötig wäre, ist zurzeit sicher unmöglich. Einstweilen kann es sich nur um die Frage handeln, ob und wie ein weiteres Steigen der Golddevisen verhindert werden kann. Ein darauf abzielender Versuch ist nicht „Stabilisierung".

Eine Stabilisierung setzt nicht nur dem Steigen, sondern auch dem Fallen der Goldmark*) feste Grenzen. An und für sich ist die völlige Beseitigung der Schwankungen der Preise der Golddevisen nach oben wie nach unten sicher das Wünschenswerteste, da natürlich auch das Fallen derselben von schwerwiegenden Folgen begleitet wird. Die gleichzeitige Festsetzung eines Mindestpreises und eines Höchstpreises für fremde Devisen muß die Festsetzung eines Höchstpreises erschweren. Die Auswahl eines bestimmten Preises als Höchstpreis ist an und für sich eine schwierige Aufgabe. Man kann als Ausgangspunkt nur einen Preis wäh-

*) Die Goldmark ist in gewissem Sinne eine Schöpfung des Friedensvertrags. Sie ist nach § 262 der 1392. Teil eines Pfunds Gold $^{9}/_{10}$ fein oder der 4,2. Teil des amerikanischen Golddollars.

len, den die Devisen während einer verhältnismäßig langen Zeit im freien Verkehr erzielt haben, also einen Preis, der dem normalen Verschuldungsstand entspricht. Man müßte aber tief unter diesen Punkt gehen, wenn man außer dem Steigen auch das Fallen der Golddevisen verhindern will. Die Spannung zwischen Höchstpreisen und Mindestpreisen muß, wenn man große Schwankungen vermeiden will, geringer sein. Will man das Sinken der Golddevisen unter einen bestimmten Punkt aufhalten, so muß man gegebenenfalls eigene Währung verkaufen. Man muß also bereit sein, der möglichen Erholung der eigenen Währung ganz bewußt Schranken zu ziehen. Das ist nur durchführbar, wenn man den Höchstpreis der fremden Devisen möglichst niedrig ansetzt. In der Tat ist bei der argentinischen Währungsreform ähnlich verfahren worden:

Die argentinischen Inflationisten setzten damals ein Umtauschverhältnis von 227.27 Papierpesos zu 100 Goldpesos durch, obwohl vor der Festsetzung des Conversionspunktes schon 210 bis 215 Papierpesos 100 Goldpesos gekauft hatten.

Stabilisierung der Mark heißt also nicht nur Festsetzung des Höchstpreises für Dollar, sondern auch Bestimmung eines Höchstpreises der Mark. Während die Mehrzahl aller Interessenten sich grundsätzlich mit Bestrebungen einverstanden erklären wird, die ein weiteres Steigen der fremden Golddevisen verhindern sollen, wird die leiden-

schaftliche Gegnerschaft mächtiger Interessentengruppen heraufbeschworen, wenn die Frage des weiteren Steigens der Mark erörtert wird. Es ist durchaus nicht unwahrscheinlich, daß aus den Bestrebungen nach Stabilisierung dann eine ganz gewöhnliche Devalvationsaktion hervorgehen würde, mit dem Zweck, die Mark möglichst niedrig zu halten. Eine derartige Devalvationserklärung — das wäre sie, auch wenn man von Stabilisierung spricht —, würde damit im Inland die Notwendigkeit schaffen, das Preisniveau auf diese neue Grundlage einzustellen, und die Teuerungswellen, die an vielen Orten noch aufgehalten werden, zum ungehemmten Auslauf bringen. Außerdem würde sie aber das Einhalten des Höchstpreises für die Dollardevisen (schließlich handelt es sich nur um diese) unmöglich machen. In dem Augenblick, wo bekannt wird, daß die Mark nicht über eine bestimmte Höhe steigen kann — das ist der Sinn der Mindestpreisfestsetzung für den Dollar —, werden die Milliardenbeträge, die die Spekulation in der Hoffnung auf ein weiteres Steigen der Mark bisher zurückgestellt hat, auf den Markt kommen und jede Regulierungspolitik unmöglich machen. Es kann daher einstweilen nur der Versuch gemacht werden, einen Höchstpreis für Golddevisen festzusetzen, also eine vorläufige einseitige Regulierung vorzunehmen. Auf welcher Höhe und auf Grund welcher Voraussetzungen das möglich sein wird, ist späteren Betrachtungen vorzubehalten.

II.

Die Maßnahmen, mit denen man eine Regulierung der fremden Wechselkurse versucht hat, lassen sich etwa in folgende große Gruppen teilen:

1. Direkte Beeinflussung der Zahlungsbilanz.
2. Stützungsmethoden.
3. Umtauschkassen.

1. Die direkte Beeinflussung der Zahlungsbilanz.

Eine fallende Währung ist stets das Zeichen einer in einem gegebenen Moment ungünstigen Zahlungsbilanz. Das nächstliegende Mittel, die Währung zu heben, ist daher eine bewußte Korrektur der Zahlungsbilanz. Die wichtigsten Posten der Zahlungsbilanz ergeben sich aus den Summen von Einfuhr und Ausfuhr. Diese können durch zollpolitische Maßnahmen beeinflußt werden. Eine Erhöhung der Einfuhrzölle vermindert unter Umständen den Umfang der Einfuhr; wenn es sich um industrielle Erziehungszölle handelt, ermöglicht sie das Einströmen von fremdem Kapital zur Industriegründung und vermehrt damit die Nachfrage nach den Devisen des eigenen Landes. Später kann sogar eine Steigerung der Ausfuhr erfolgen. Eine „verbesserte Handelsbilanz“ wird auf diese Weise zur Grundlage einer verbesserten Zahlungsbilanz.

Derartige Methoden können indes erst nach einiger Zeit wirklich bedeutsame Verschiebungen

herbeiführen. Unmittelbare Wirkungen kann man erzielen, wenn man die Einfuhr durch Verbot oder durch Kontingentierung überflüssiger Waren einzudämmen vermag. Ein Erfolg ist aber nur möglich, wenn die Kaufkraft anderer Länder, deren Absatzmöglichkeiten dadurch verringert werden, nicht so sehr leidet, daß die eigene Ausfuhr im gleichen Umfang abnimmt.

Man hat diese Wirkungen meist auf mittelbarem Wege zu erreichen gesucht, z. B. durch eine Devisenkontrolle. Wenn diese scharf durchgeführt wird, und wenn der Verkehr mit fremden Devisen in den Händen eines zuverlässigen Monopolverbandes liegt, dann ist die Bezahlung von Auslandswaren vom Besitz solcher Devisen abhängig. Dann besteht scheinbar die Möglichkeit, die Einfuhr wunschgemäß zu drosseln.

Aber diese Möglichkeit pflegt sich nicht zu verwirklichen, wenn die Ausfuhr der eigenen Banknoten nicht verhindert werden kann und Käufe auf Kredit getätigt werden können. Wenn vollends ein reger geschäftlicher Reiseverkehr stattfindet und das eigene Land mit fremden Währungen vollgestopft ist, und wenn die Inländer im Ausland versteckte Guthaben begründet haben, kann man durch ganze — und erst recht durch halbe — Devisenkontrollmaßnahmen vielleicht die reine Spekulation beeinträchtigen; die Handelsbilanz kann man aber nicht bewußt umgestalten.

Viel wirkungsvoller ist die direkte Korrektur der Zahlungsbilanz. Bei vielen Ländern ist infolge der Verschuldung ans Ausland die Zahlung der Jahreszinsen (in Gold) der wichtigste Posten der Zahlungsbilanz gewesen. Seine Abtragung wird insbesondere bei schlechten Ernten erschwert. Während die Masse der eigenen Verpflichtungen gleich bleibt, wird die Masse der Forderungen ans Ausland vermindert. Das Angebot fremder Devisen sinkt, die Nachfrage bleibt, der Preis steigt.

Die einfachste Form der Beeinflussung der Zahlungsbilanz ist dann die zeitweilige oder auch die dauernde Einstellung der Zinszahlungen, unter Umständen sogar die Annullierung des Kapitals. Meist findet aber die Regelung in der Weise statt, daß der betreffende Staat sich mit seinen Gläubigern einigt. Es tritt entweder eine dauernde Verminderung seiner Verpflichtungen ein, indem die Zinsen gekürzt werden, oder es findet eine Fundierung eines Teils der geschuldeten Zinsen statt, wobei die Gläubiger anstatt Zinsen neue, in späterer Zeit zinstragende Obligationen erhalten.

Die erste Form hat Griechenland gewählt, als es im Jahre 1893 am Ende seiner finanziellen Kräfte war. Es hatte eine Außenschuld von 677,633 Millionen Frcs. aufgenommen, deren Verzinsung und Tilgung jährlich 27,3 Millionen Frcs. Gold beanspruchte. Die Handelsbilanz war sehr ungünstig, der Goldfranc hatte ein Aufgeld von (Jahresdurch-

schnitt) 60,77 v. H. gegenüber der Drachme. Die Regierung half sich dadurch, daß sie ihre Zinszahlungen auf 30 v. H. herabsetzte, die Tilgung einstellte und damit ihre Außenverpflichtungen auf 7,495 Millionen Frcs. herabdrückte. Sie traf dann im Jahre 1897—98 ein Abkommen mit ihren Gläubigern, das ihr neues Kapital sicherte und die feste Verzinsung ihrer alten Goldschulden auf 32 v. H. bis 43 v. H. der ursprünglichen Zinssätze feststellte. Sie minderte dadurch die Last der alten Goldschuld auf 9 Millionen Frcs. Sie mußte sich verpflichten, für Verzinsung und Tilgung der alten und der neuen Schuld bestimmte Papiereinkünfte, deren Mindestertrag auf 28,9 Millionen Drachmen veranschlagt worden war, einer internationalen Kommission zu übertragen. Von dem etwaigen Ueberschuß gingen 60 v. H. an die Gläubiger.

Diese Papiereinkünfte waren zur Anschaffung von Goldfrancs zu verwenden. Kosteten 100 Goldfrancs weniger als 165 Drachmen, ein Ergebnis, das 1901 eintrat, so trat eine Ersparnis von Papierdrachmen ein. 60 v. H. dieser Ersparnis gingen an die Gläubiger. Es ist in der Tat möglich gewesen, die Drachme im Februar 1910 auf den Paristand zu bringen. Denn die die Zahlungsbilanz belastende Außenschuldverpflichtung wuchs nur dann automatisch an, wenn die Steuereingänge im Innern zunahmen und die Preise der Golddevisen, die zur Bezahlung der Außenverpflichtungen nötig waren, sanken.

Die zweite Form, die Form der Stundung der fälligen Zinsen durch Umwandlung in zinstragende Obligationen, ist 1891 in Argentinien angewendet worden. Die zwischen 23. Januar 1893 und 1. Januar 1894 fälligen Kupons der argentinischen Anleihen sowie die ausgelosten Stücke wurden nicht in bar bezahlt, sondern in Stücken einer 6prozentigen Fundierungsanleihe, von der insgesamt 7 630 680 Pfund begeben wurden.

Der für die Gegenwart interessanteste Fall der Umwandlung fälliger Zinsen in eine neue Schuld sind die Darlehen der Vereinigten Staaten an ihre Alliierten. Die ursprüngliche Kriegsschuld war am 15. November 1919 auf 9,5 Milliarden Dollar angewachsen. Die Regierung der Vereinigten Staaten hat indes die Zinszahlung auf 3 Jahre gestundet. Die Zinsen wurden zum Kapital geschlagen, das auf diese Weise im März 1921 auf über 10 Milliarden angewachsen war und im Augenblick wohl 11 Milliarden erreicht hat.*)

2. Stützungsmethoden.

Während die Versuche zur Regelung der Zahlungsbilanz den Zahlungsausgleich sachlich oder zeitlich zu beeinflussen suchen, gehen die Stützungs-

---

*) Die gestundeten Zinsen betrugen:

Bis Juli 1921	943,500 Dollar
Juli bis Ende Februar 1922 .	250,000 „
	1.193.500 Dollar

methoden mehr oder weniger von der Voraussetzung aus, daß man die Golddevisenpreise durch technische Eingriffe zu beeinflussen vermöge. Dazu gehören die Schaffung von Devisenzentralen und die Versuche, im Inland einen bestimmten Preis für Golddevisen festzusetzen. Liegt dieser Preis unter den Auslandspreisen, so werden natürlich die vorhandenen Auslandszahlungsmittel im Ausland angeboten, wo sie einen höheren Preis erzielen als im Inland. Wer Schulden ans Ausland hat, sucht die Devisen im Inland zu kaufen, wer Forderungen an das Ausland hat, verkauft daselbst.

Die bekannteste Stützungsmethode ist die Devisenpolitik. Sie ist erfolgreich von der belgischen Nationalbank und besonders geschickt von der ehemaligen österreichisch-ungarischen Bank angewendet worden. In den Jahren 1890—92 entschloß sich Oesterreich, zur Goldwährung überzugehen, auf der Basis von 120,087 Gulden das Pfund. Dieser Satz wurde nicht erreicht, trotzdem Oesterreich-Ungarn eine Goldanleihe aufnahm. Der Preis des Pfundes stieg. Um die Fortdauer dieser Bewegung zu verhindern, gab die Bank im Bedarfsfalle Pfunddevisen zu 119 Gulden ab. Sie mußte sich diese Devisen durch Käufe verschaffen, wenn möglich im Inland, und dabei unter Umständen mehr bezahlen, als sie selbst erlöste. Sie übernahm damit die Kosten steigender fremder Devisenpreise auf eigene Rechnung, statt sie der Volkswirtschaft aufzubürden. Ihr Bestreben war erfolgreich.

Der Erfolg hing natürlich von dem Umstand ab, daß die Zahlungsbilanz im großen ganzen aktiv wurde, da sie sonst nicht genügende Golddevisen im Inland hätte kaufen können. Die Bank feilte gewissermaßen die vorstehenden Spitzen der Preiskurven ab. Sie suchte sich möglichst in der Zeit mit Devisen einzudecken, wenn die Nachfrage nach denselben gering war und gab sie ab, wenn die Nachfrage stieg.

Etwas anders war der Weg, den die russische Regierung gegangen ist. Sie entschloß sich im Jahre 1894, die Devise Berlin nicht unter 2,16 Mk. für den Rubel fallen zu lassen. Sie wünschte auf der andern Seite nicht, daß die Kaufkraft des Rubels über 2,18 Mk. steige. Sie stellte daher ihren Berliner Vertretern größere Summen zur Verfügung, einen Teil in Mark, den andern in Rubel mit dem Auftrag, Rubel zu kaufen, wenn der Preis unter 2,16 zu fallen drohte und zu verkaufen, wenn er über 2,18 stieg. Dank der Kredite, über die sie verfügte, war sie erfolgreich. Aber dieser Erfolg war durch drei Umstände bedingt. Einmal verbesserte sich die Handelsbilanz. Dann glückte es der Regierung, fortwährend neue Auslandsanleihen aufzunehmen. Während die Auslandsschulden 1893 erst 6,4 Milliarden Frcs. betragen hatten, waren sie im Jahr 1897, wo die Stabilisierung erreicht war, auf 9 Milliarden 417 Millionen gestiegen. Ueberdies sank die Zinsenlast verhältnismäßig infolge der geglückten Konversionen.

Die erfolgreichste Stützungsaktion ist von der englischen Regierung vom Januar 1916 bis März 1919 in New York vorgenommen worden. Es ist ihr während dieser Zeit geglückt, den Höchstpreis der Devise New York zwischen 4,76 und 4,77 Dollar zu halten, nachdem das Pfund von der Parität (4,86²/₃) am 1. September 1915 auf 4,47 Dollar gefallen war. Die Erhöhung auf 4,76 Dollar war nicht das Ergebnis eines natürlichen Ausgleichs. Der Einfuhrüberschuß, der im Frieden nie 150 Mill. Pfund erreicht hatte, war 1915 ohne Berücksichtigung wichtiger Regierungsimporte auf 370 Millionen Pfund gestiegen. Die Stabilisierung wurde vielmehr durch künstliche Mittel herbeigeführt. Dazu gehörten:

Goldausfuhr,

Repatriierung amerikanischer Anleihen,

Aufnahme von privaten Krediten in Amerika unter Verpfändung von Wertpapieren und seit dem 25. April 1917 Darlehen der amerikanischen Regierung.

Neben den Goldsendungen sind insgesamt 623 Millionen Pfund an Wertpapieren für Regulierungszwecke verwertet worden. Die Kredite der amerikanischen Regierung bis zum Schluß des Krieges waren: 4.166 Milliarden Dollar. Die Regulierung ist also dadurch geglückt, daß die Zahlungsbilanz künstlich günstig gestaltet wurde. Die Anpassung der Handelsbilanz an die natürlichen

Bedingungen wurde allerdings dadurch erschwert, denn ein hoher Kurs des Pfund in New York erleichterte natürlich die Einfuhr.

Auf neue Wege führte der Versuch der indischen Regierung, den weiteren Fall der Rupie zu verhindern. Die indische Regierung hat im Jahre 1893 ihre Münzen der Silberprägung verschlossen, um den Wert der Rupie von der Bewegung, insbesondere dem Fallen des Silberpreises unabhängig zu machen. Sie erklärte sich bereit, 15 Rupien für das Pfund Sterling zu zahlen. Der Wert der Rupie konnte daher nicht über 1 shilling 4 pence steigen. Der Preis der Golddevisen konnte daher nicht unter diesen Satz sinken, er konnte ihn aber überschreiten. Trotzdem die Sperrung der Münzen die Menge der umlaufenden Rupien beschränkte, ist der Preis des Pfund in den folgenden Jahren bis auf 18 Rupien gestiegen. Die indische Regierung pflegte sich zur Zahlung ihrer Londoner Verpflichtungen die nötigen Pfunde durch Verkäufe von Rupien in London zu verschaffen (mittels der sogenannten Council Bills). Sie hoffte deren Preis auf 15 Rupien das Pfund halten zu können. Trotz der Verknappung der Rupien in Indien war sie aber erst nach 5 Jahren imstande, den Preis des Pfundes auf 15 Rupien herabzudrücken. Das war erst möglich, als sich die Zahlungsbilanz entsprechend gestaltet hatte und als sich in Indien ein Preisniveau gebildet hatte, auf dem ein Ausgleich der Zahlungen möglich war.

Eine dauernde Einhaltung des Höchstpreises für das Pfund wurde aber erst erreicht, als sich die indische Regierung im Lauf der Jahre Goldreserven in England und in Indien aufgebaut hatte. Das zeigte sich im Jahre 1907. Als eine schlechte Ernte die Zahlungsbilanz ungünstig gestaltet hatte, reichte weder die Versendung von Gold durch Private aus Indien noch die Einstellung der Verkäufe von Conncil Bills aus, das Steigen des Pfund-Kurses zu verhindern. Erst als die Regierung Wechsel auf ihre Londoner Goldreserven zog, kam das Steigen zum Stillstand. Insgesamt mußte sie vom 1. September 1907 bis 1. September 1908 von ihren Goldreserven von 31 Millionen Pfund 19 Millionen Pfund abgeben. Nur durch die Verwendung dieser Reserven, die größtenteils aus der Verwertung des Schlagschatzes bei der Prägung von Rupien angesammelt worden waren, konnte sie bei ungünstiger Zahlungsbilanz den Kurs halten. Ihr Erfolg beruhte also auf der Schaffung einer Art von Konversionskassen.*)

3. Konversionskassen.

Infolge der wachsenden Ausfuhr bei allmählich steigenden Preisen war das Goldagio in Argentinien seit 1894 rückläufig. Es fiel im Jahres-

---

*) Die Besserung der Wechselkurse durch Diskontopolitik versagt bei sehr schlechten Währungen. Die Kursschwankungen schrecken fremdes Kapital trotz hohen Zinsfußes ab.

durchschnitt von 257 auf 157,17. In einzelnen Monaten kosteten 100 Goldpesos nur noch wenig mehr als 200 Papierpesos. Die Gruppen, die an der fallenden Währung Interesse hatten, fürchteten einen weiteren Rückgang der Goldprämie. Sie setzten durch, daß der Versuch gemacht wurde, das Goldagio auf 127,27 festzusetzen. Sie wollten damit ein weiteres Steigen der argentinischen Papierwährung ein für allemal verhindern. Ein Konversionsfonds, der durch staatliche Einnahmen dotiert werden mußte, sollte geschaffen werden, um das umlaufende Papiergeld zum Satze von 44 Goldpesos für 100 Papierpesos einzulösen. Glückte das, dann konnten 100 Papiereinheiten niemals mehr wert sein als 44 Goldeinheiten. Dagegen war es nicht ausgeschlossen, daß sie den Konversionskurs überhaupt nicht erreichten und weniger wert waren. Der Konversionsfonds kam indes aus politischen Gründen praktisch kaum zur Anwendung. Dagegen wurde eine Konversionskasse geschaffen, die die Aufgabe hatte, Gold zu einem Kurs von 227,27 mit neu auszugebenden Noten aufzukaufen und diese Noten zum gleichen Kurse wieder mit Gold einzulösen. Es sollte verhindert werden, daß der Papierpeso über 127,27 stieg. Da die Kasse verpflichtet war, 100 Goldeinheiten mit 227 Papiereinheiten zu bezahlen, so konnte Gold nirgends billiger abgegeben werden. Umgekehrt konnte aber die Kasse den Goldpreis nicht auf 227,27 halten. Denn wenn der Preis des Goldes stieg, also z. B.

auf 240 Papierpesos für 100 Goldpesos, so brachte jeder Noten auf die Kasse, wo er schon für 227,27 Papierpesos 100 Goldpesos erhielt, mit denen er dann 240 Papierpesos kaufen konnte. Die Konversionskasse suchte also keinen Höchstpreis, sondern einen Mindestpreis festzusetzen. Sie war in dieser Beziehung nach einiger Zeit durchaus erfolgreich, da die großen Ernten und die steigenden Preise viel Gold ins Land brachten. Die Einfuhr von Gold und die Aushändigung desselben an die Kasse führte automatisch zu einer Steigerung des Notenumlaufs, denn für jede Million Goldpesos konnte die Kasse 2 272 700 Papierpesos ausgeben. Die Goldeinfuhr vermehrte also die Zirkulation in diesem Umfang. Sie war dadurch von einem gewissen Einfluß auf die innere Preisbildung. Auf der andern Seite mußten Goldauszahlungen automatisch zu einer Einschrumpfung der Zirkulation führen, da 2 272 700 Papierpesos zurückgezogen werden mußten, wenn die Kasse eine Million Goldpesos verlor. Die Verknappung der Zahlungsmittel, die hierdurch eintrat, sollte automatisch zu einem Sinken der Preise und damit zu einer Steigerung der Ausfuhr führen.

Eng verwandt mit dem Prinzip der Konversionskasse sind die Vorschläge in Ländern mit entwerteter Währung, neben die eigene Währung eine (internationale) Goldwährung einzuführen oder eine Goldrechenwährung. Zu diesem Zwecke wird eine Goldwährungsbank vorgeschlagen.

Dies neue Goldgeld kann entweder in ein festes Verhältnis zu dem umlaufenden Papiergeld gesetzt werden. Geschieht das, dann ist entweder eine Stabilisierung oder zum mindesten eine Höchstpreisfestsetzung bereits erreicht. Wenn das möglich ist und dauernd möglich ist, dann bedarf es keiner Zwischenwährung mehr, dann ist es ein Leichtes, den Preis des Dollars zu fixieren, dann hat die Mark bereits einen stabilen Wert erhalten. Dann besteht weder im Innern noch im Ausland mehr eine Schwierigkeit, Verträge in Mark abzuschließen. Im Gegenteil, wenn nur ein Höchstpreis für fremde Devisen festgesetzt wird, wird die Mark, weil sie eine Steigerungsmöglichkeit bietet, eifrig gesucht werden.

Wenn aber ein festes Verhältnis nicht gefunden werden kann, so muß die eigene Währung im Verhältnis zu der neuen Goldwährung in der gleichen Weise schwanken, wie das heute der Dollar tut. Dann ändert sich eigentlich nichts, abgesehen davon, daß gewisse Kalkulationen einfacher werden. Eine wirkliche Goldwährung, bei der das Gold in irgendeiner Form in den Verkehr kommt, kann die neue Währung nicht sein. Denn selbst, wenn Gold infolge einer Kreditoperation zur Verfügung stehen sollte, kann es nur durch Verstecken im Lande gehalten werden, wie das heute bei den hochwertigen fremden Noten der Fall ist, wenn die Zahlungsbilanz ungünstig wird; wenn sie günstig wird, ist das dauernde Steigen der Papierwährung leicht

herbeizuführen, und damit die Möglichkeit zu einer günstigen Regulierung gegeben. Es kann sich also nur um eine Rechenwährung handeln, das heißt, Käufe und Verkäufe werden in Goldeinheiten abgeschlossen, — sei es dem Golddollar oder der Goldmark, die es ja schon gibt —, aber in Papiermark bezahlt. Dadurch wird die Papiermark ihrer Eigenschaft als Wertmesser völlig beraubt, nachdem sie die Eigenschaft als Wertaufspeicherungsmittel bereits heute nahezu verloren hat, und die Bewertung der Mark würde noch ungünstiger werden.

III.

Das Ergebnis der Betrachtung ist also das folgende: Zur Stabilisierung des Preises fremder Devisen oder zur Regulierung derselben durch erfolgreiche Setzung von Höchstpreisen sind erforderlich:

1. Eine günstige Zahlungsbilanz. Diese günstige Zahlungsbilanz kann das Ergebnis einer günstigen Handelsbilanz sein. Es kann aber auch die ungünstige Handelsbilanz durch unsichtbare Leistungen, zum Beispiel Geldsendungen von Auswanderern, Zahlungen von Reisenden, Schiffahrtsfrachten und andere Dienste günstig gestaltet worden sein.

2. Eine Reserve. Da diese günstige Zahlungsbilanz gestört werden kann, so muß eine Reserve zur

Hand sein. In Goldwährungsländern besteht eine derartige Reserve aus dem Golde der Bank, dem umlaufenden Golde und dem Besitz an jederzeit verkäuflichen internationalen Wertpapieren. Bei Ländern, die gezwungen sind, eine Regulierung des Preises fremder Devisen vorzunehmen, sind diese automatisch wirkenden Reserven nicht vorhanden. Es muß daher für alle Fälle ein Reservefond geschaffen werden. Dieser Reservefond kann aus Golddevisen, aus Barrengold, aus internationalen Goldwerten und aus der Möglichkeit, jederzeit über einen Goldkredit verfügen zu können, bestehen. Es ist grundsätzlich einerlei, wo sich diese Goldreserve befindet, ob im eigenen Lande oder im Ausland. Ist ihr Umfang nicht beträchtlich, so reicht sie nur für kleine Krisen.

3. Ob dieser Reservefond Eigentum der Regierung des Landes ist, das seine Währung regulieren will, oder ob er nur geliehen ist, braucht — abgesehen von der Belastung durch Zinsen — nicht von entscheidender Bedeutung zu sein. Die Funktionen des Reservefonds sind ihrem Wesen nach nur vorübergehende. Die Möglichkeit, jederzeit über ein kurzfristiges Darlehen in dem nötigen Umfang verfügen zu können, ist unter Umständen zur Sicherung der Regulierung ausreichend.

4. Ein dauernder Erfolg ist nur verbürgt, wenn die günstige Zahlungsbilanz aus eigener

Kraft herbeigeführt worden ist. Wenn sie durch den Verkauf der Aktiven eines Landes, durch Abgabe von Gold oder durch Verkauf fremder Wertpapiere herbeigeführt wird, so ist sie nicht von Dauer, da diese Operationen nicht beliebig oft wiederholt werden können und ihre Vornahme die Kräfte, die die Handelsbilanz und damit auch die Zahlungsbilanz bilden, schwächt und nicht stärkt.

Ebenso bedenklich ist es, eine günstige Zahlungsbilanz dadurch herbeizuführen, daß das Ausland inländischen Besitz und inländische Werte kauft. Auch das ist ein Vorgehen, das nicht beliebig oft wiederholt werden kann, Wenn keine Reorganisation der Wirtschaft damit verbunden wird, steigt die Produktion des verkaufenden Landes nicht. Dagegen verschiebt sich später die Zahlungsbilanz durch Verzinsung und Rückzahlung ungünstig, außer, wenn die Erwerber so wohlhabend sind, daß sie die Zinsen im Lande stehen lassen können, und mit diesem neuen Darlehen die Produktion fördern.

Auch die günstige Gestaltung der Zahlungsbilanz durch auswärtige Anleihen kann nicht fortwährend wiederholt werden. Nur wenn die auswärtigen Anleihen zweckentsprechend verwendet werden und die Produktion des Landes steigern helfen, können sie, trotz der Zinsbelastung, zur dauernden Regulierung der Zahlungsbilanz beitragen. Voraussetzung dafür ist natürlich, daß

die Anleihen nicht mit zu hohen Zinsverpflichtungen beschwert und für lange Frist gewährt worden sind.

IV.

Die Regulierung der Wechselkurse hängt also von einer günstigen Zahlungsbilanz ab.

Der wichtigste Posten der deutschen Zahlungsbilanz, die Handelsbilanz, ist passiv. Man kann vielleicht mit einer Einfuhr von 6 Milliarden Mark Gold und einer Ausfuhr von 4 Milliarden Mark Gold rechnen. Diese Ziffern werden durch eine versteckte Ausfuhr etwas verschoben, soweit diese Verschiebung nicht durch versteckte Einfuhr wieder wettgemacht wird.*)

Das Defizit der Handelsbilanz wird durch „unsichtbare Ausfuhr" nicht unwesentlich verringert. Das sind einmal die Ausgaben der fremden Reisenden in Deutschland, die heute viel beträchtlicher sein dürften als die entsprechenden Ausgaben deutscher Reisenden im Ausland. Dazu kommen Auswanderersendungen, denen allerdings heute schon die Gegensendungen einer nicht unbeträchtlichen Zahl ausländischer Wander-

*) Die deutsche Handelsstatistik enthält dadurch eine große Fehlerquelle, daß die Angaben in Papiermark erfolgen und in Gold umgerechnet werden. Wenn die Mark zur Zeit des Kaufabschlusses besser steht als in der Zeit, wo die Ware die Grenze überschreitet, dann erscheinen die Einfuhrmengen mit zu geringen Werten in der Statistik. In der Ausfuhr kommt die Steigerung der Papiermarkpreise viel schärfer zum Ausdruck.

arbeiter gegenüberstehen. Ferner bedeutet die Nachfrage der alliierten Kommissionen und der alliierten Besatzungen nach deutschen Waren und Leistungen eine nicht unwesentliche Korrektur der Handelsbilanz. Soweit die Kosten in Gold zu decken sind, vermehren sie die Nachfrage nach fremden Devisen; soweit sie Nachfrage nach deutschen Waren darstellen, wirken sie wie eine Nachfrage nach Mark.

Die Leistungen der deutschen Seeschiffahrt, der Banken und der Versicherungen für fremde Volkswirtschaften werden heute durch die Inanspruchnahme fremder Einrichtungen noch mehr als aufgewogen.

Hier zeigt sich insbesondere die ungünstige Wirkung der Wegnahme der deutschen Schiffe, die zu einer Zeit erfolgte, als die Frachten hoch waren, während die Anrechnung zu sehr viel niedrigeren Sätzen stattfand. Patentgebühren, Inanspruchnahme rechtlicher Dienste etc. dürften heute einen Passivposten darstellen, da die Vertretung deutscher Rechtsinteressen im Auslande, infolge schwieriger aus dem Friedensvertrag entspringender Rechtsstreitigkeiten, mit großen Kosten verbunden ist. Ebenso verursachen die deutschen Außenvertretungen hohe Kosten, die wohl durch Paßgebühren nicht völlig eingebracht werden können und höchstens durch die Ausgaben fremder Vertretungen in Deutschland wettgemacht werden.

Viel ungünstiger liegt die Sache bei den Kapitalsanlagen im Ausland. Die Konfiskation der deutschen Auslandswerte im Friedensvertrag bedeutet eine Kapitalsübertragung ans Ausland, der eine Auslandszahlung nicht gegenübersteht. Sie wirkt auf die augenblickliche deutsche Zahlungsbilanz etwa wie der riesenhafte Bankerott eines überseeischen Staates auf die Gläubiger desselben. Das Einspringen der deutschen Regierung auf Grund des Friedensvertrages, das übrigens bis jetzt erst in geringem Umfange stattgefunden hat, ist nur von indirekter Bedeutung für die Zahlungsbilanz; es erhöht die Kaufkraft der deutschen Gläubiger, während es gleichzeitig in irgendeiner Form zu gesteigerter Inflation führen muß.

Der noch vorhandene alte Besitz an ausländischen Werten in Deutschland ist gering. Der größte Teil der früheren Anlagen ist durch Aufgebot der Regierung zur Ausgleichung der Zahlungsbilanz vergangener Jahre verwendet worden.

Dagegen haben sich aus Deutschland zustehenden Zahlungen, aus Verkäufen und aus anderen Geschäftsvorgängen neue Auslandsguthaben gebildet, deren Größe allerdings kaum geschätzt werden kann. Ihre Ansammlung führt zweifelsohne zeitweilig zu einer Verschlechterung der Zahlungsbilanz. Soweit es sich um Einkommen handelt, das im Ausland entsteht, bleibt es dort liegen und wird dort kapitalisiert; es vermehrt also

nicht sofort die Nachfrage nach deutschen Zahlungsmitteln. Soweit es Vermögen war, das sich in Deutschland befand, konnte es im wesentlichen nur durch Nachfrage nach fremden Zahlungsmitteln ins Ausland übertragen werden. Dieser Vorgang, die Flucht vor der Mark, tritt bei jeder neuen Dollarsteigerung ein. Er hat zweifelsohne zur Verschlechterung der Zahlungsbilanz beigetragen. Ursprünglich waren wohl Motive der Steuerflucht maßgebend, heute ist die treibende Kraft das Bestreben nach Vermögensanlage in wertbeständigen Sicherheiten. Die Furcht vor den Zugriffen der heimischen Steuerbehörden und die Drohungen der Alliierten haben dazu geführt, daß ein Teil dieser Kapitalsanlagen nicht ins Ausland abfließt, sondern in Noten hochvalutarischer Länder im Inland zinslos angelegt ist. Wenn Sicherheit gegeben werden könnte, daß die Besitzer weder steuertechnisch bestraft, noch durch Eingriffe der Alliierten gefährdet wären, so würden diese Anlagen dazu drängen, zinstragende Formen anzunehmen. Das im Ausland befindliche Kapital würde dann nicht nur für Auslandsgeschäfte verwertet werden, sondern als regelmäßiger Rentenbezug in der deutschen Zahlungsbilanz erscheinen. Je schärfere Maßnahmen die Alliierten der deutschen Regierung vorschlagen, desto stärker wird das Bestreben werden, diese Summen zu verstecken. Entweder wird überhaupt auf den Bezug von Zinsen

verzichtet (Anlagen in fremden Noten) oder die Zinsen werden nicht in Deutschland bezogen und bleiben im Ausland. Die Bedingungen des ursprünglichen Wiesbadener Abkommens, daß der zahlungsfähige Schuldner dem Gläubiger Kredit gewähren muß, finden hier ein Vorbild.*)

Die deutsche Zahlungsbilanz ist heute also auch ohne Reparationsleistungen ungünstig. Ihr Ausgleich ist bis jetzt nur durch große versteckte Kreditoperationen möglich gewesen. Organisierte auswärtige Kredite von beträchtlichem Umfange waren nicht zu erhalten. Die nötigen Mittel hat die Spekulation in Mark in allen ihren Formen geliefert. Von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft betrachtet, handelt es sich hier um Kredite, die zwei große Vorzüge hatten: Sie waren einmal — soweit es sich um Marknotenkäufe handelte — zinslos. Sie waren zum andern in Mark zurückzuzahlen und gingen daher auf Gefahr der Gläubiger. Sie waren aber unbefristet.

Der Gläubiger stieß sie ab, wenn er in Panikstimmung kam und vergrößerte dadurch die Panik. Das gilt natürlich nicht für die Erwerber deutscher Mobilien und Immobilien, die durch Preissteigerung für das Fallen der Mark entschädigt wurden. Sie verloren durch dasselbe nur an

*) Durch Einführung erstklassiger fremder Wertpapiere an den deutschen Börsen ließen sich diese Kapitalien zum Teil herauslocken.

Zinsen und Dividenden. Sie wurden so veranlaßt, ihr Markeinkommen in Deutschland stehen zu lassen. Dadurch entlasteten sie die Zahlungsbilanz und gaben neue Vorschüsse.

Wenngleich die deutsche Zahlungsbilanz auch ohne Rücksicht auf die Reparationen eine ungünstige war, — die geschilderte Form der Verschuldung bringt zwar einen Ausgleich, aber keine dauernde Besserung, — so war die Lage nicht hoffnungslos. Ein Ausgleich bereitete sich langsam vor. Die Zunahme der Handelsflotte mußte in absehbarer Zeit die Frachtverpflichtungen Deutschlands ans Ausland vermindern. Die Entwicklung der Landwirtschaft würde zu einer Abnahme der Lebensmitteleinfuhr führen. Die Steigerung der Arbeitsleistungen und damit der Produktion mußten schließlich eine Zunahme der Ausfuhr möglich machen. Dazu kam der Umstand, daß die Auslandsanlagen anwuchsen und bei vernünftiger politischer Behandlung eine Rente ergeben würden, während gewichtige Auslandsschulden abgezahlt wurden und andere eben durch Panikverkäufe minder drückend wurden. Ueber dies verbilligte der gewaltige Fall der Weltmarktpreise die deutsche Versorgung, ohne daß eine Ab satzkrise auf dem Weltmarkte für die Ausfuhr im gleichen Umfang fühlbar wurde. Daß das so war, bewies die Entwicklung der Wechselkurse bis ins Frühjahr 1921. In dieser Zeit waren, abgesehen

von Naturallieferungen keine Reparationsleistungen zu zahlen, die den Devisenmarkt in Anspruch genommen hätten. Die Belastung der deutschen Ausfuhr durch Sachleistungen, insbesondere durch die Kohlenlieferungen wurde in dieser Periode durch die Spa-Kredite wettgemacht. Daher schwankte der Dollarpreis vom September 1920 bis Juni 1921 zwischen 60 und 75 Mark. Diese langsame selbsttätige Regelung der Zahlungsbilanz ist indes durch die Ausführung des Londoner Ultimatums unmöglich gemacht.

Die natürlichen Zahlungsverpflichtungen Deutschlands sind gleich den Kosten der Einfuhr und der auswärtigen Dienste nebst den Kosten der Abdeckung von Krediten usw. Man wird sie, wenn man die Einfuhr auf ein Minimum reduziert, auf 7—8 Milliarden schätzen können. Nimmt man eine Reparationsverpflichtung von 2 Milliarden an, Verpflichtungen aus dem Ausgleichsverfahren von etwa ½ Milliarde und sonstige Entschädigungen von nochmals einer halben Milliarde, so kommt man auf etwa 3 Milliarden. Insgesamt betragen dann die deutschen Jahresverpflichtungen 10—11 Milliarden Mark Gold. Diese aus dem Friedensvertrag stammenden 3 Milliarden stellen einen starren Posten dar, für den ein Gegenwert nicht geschaffen werden kann. Das heißt in anderen Worten, daß mindestens 33 v. H. der deutschen Verpflichtungen einen Posten darstellen, an dem

nicht gerüttelt werden kann, denn die Reparationsrente ist die Verpflichtung zur Abtragung einer Schuld ans Ausland, die nicht wie andere Auslandsschulden im Krisenfalle geregelt werden kann. Es ist unmöglich, diesen Coupon nicht zu bezahlen; er kann nicht gekürzt werden, er kann nicht fundiert werden, ohne daß Deutschland mit dem Einmarsch feindlicher Armeen rechnen muß.

V.

Wenn der ungünstige Wechselkurs im wesentlichen das Ergebnis einer ungünstigen Zahlungsbilanz ist, so bleibt doch die Frage, ob diese ungünstige Zahlungsbilanz nicht reguliert werden kann. Die Ausfuhr der Länder mit fallender Valuta erhält oft einen Anreiz, da die Inlandspreise nicht so schnell zu steigen pflegen, als die Auslandspreise. Wenn die Zahlung in ausländischer Währung erfolgt, oder wenn in der heimischen Währung unter Berücksichtigung des Standes der Auslandswährung abgeschlossen wird, entstehen hohe Gewinne. Auch für Deutschland trifft es ohne weiteres zu, daß in Zeiten, wo die Mark stark fällt, an bereits abgeschlossenen Geschäften große Gewinne gemacht werden; überdies werden neue Abschlüsse möglich, die sonst unterblieben wären. Es läßt sich aber nicht nachweisen, ob die Ausfuhr als Ganzes steigt. Ausfuhr und Einfuhr sind in Deutschland durch Einfuhrverbote und

Ausfuhrverbote, sowie durch die Tätigkeit der Außenhandelsstellen zwangsmäßig geregelt. Ein freies Spiel der Kräfte findet nicht statt. Es werden nicht etwa die Mengen ausgeführt, die das Ausland nach der Preislage aufzunehmen bereit ist, sondern nur diejenigen, deren Ausfuhr die Ausfuhrstellen zu mehr oder minder festgesetzten Preisen gestatten. Dazu kommen noch die Behinderungen durch die Alliierten. Daher ist eine statistische Betrachtung der Ausfuhrprämie wenig ergiebig. Ueberdies ist zu beachten, daß gerade in den Ländern mit starker Valuta eine schwere Wirtschaftskrisis herrscht, die natürlich die Aufnahme großer Warenmengen, selbst wenn sie billig sind, sehr erschwert.

Der Umfang der deutschen Ausfuhr ist dabei größtenteils durch den Umfang der deutschen Einfuhr bedingt. Weil sie sehr stark mit ausländischen Rohstoffen arbeitet, schmälert jeder Fall der fremden Devisen zur Zeit des Verkaufs des fertigen Produkts gegenüber der Zeit des Einkaufs den Gewinn. Ein Kaufabschluß von 10 000 Dollar zu einem Kursstand von 1 Dollar gleich 200 Mark entspricht einem Erlös von 2 Millionen Mark. Sind in der Ware Rohstoffe enthalten, die im Ausland für 3000 Dollar also für 600 000 Mark gekauft worden sind, so wird der Gewinn bei gleichbleibenden inneren Kosten sehr verringert, wenn am Tage der Ablieferung 10 000 Dollar zu

150 Mark nur 1½ Millionen Mark erbringen. Soweit die deutsche Ausfuhr von diesen Eindeckungsfragen beeinflußt wird, ist sie in ähnlicher Lage, wie die Ausfuhr eines Landes mit normaler Währung, das an Länder mit schwankender Währung verkauft, wie zum Beispiel früher der deutsche Handel in Chile, wo man sich durch besondere Kurssicherungen decken konnte.

Damit ist aber die Frage, ob der steigende Preis fremder Valuten die Ausfuhr dauernd steigert, nicht beantwortet. Es besteht sicher eine Spannung zwischen den deutschen Inlandspreisen und den Auslandspreisen. Sie ist aber nur zum Teil das Ergebnis der fallenden Markwährung, sondern das der Zwangswirtschaft, die bei den Brennstoffen im Wohnungswesen, beim Getreide und in gewissem Sinne auch bei den Tarifen bestand. Das deutsche Preisniveau ist sozusagen dreistöckig. Die Kosten für Ernährung, Beheizung und Beleuchtung betrugen zum Beispiel im Dezember das 16fache des Friedenspreises; die Kosten der bloßen Ernährung dagegen das 21fache, das gesamte Preisniveau war das 35fache der Friedenspreise und das der Devisen das 46fache. In den deutschen Produktionskosten ist also eine drei- bis vierfach gestaffelte Spannung gegen die Auslandspreise enthalten, was sich natürlich in den immer noch verhältnismäßig niedrigen Löhnen ausspricht.

Die Länder, bei denen man die Erfahrung gemacht hat, daß niedrige, aus fallender Währung entstandene Inlandspreise die Ausfuhr fördern, sind meist mehr oder minder entwicklungsfähige Agrarländer gewesen, die in der Tat ihre Produktion steigern konnten. Sie konnten überdies bei Verteuerung der Einfuhr den Konsum der Luxuswareneinfuhr eindämmen, insbesondere wenn eine kräftige Besteuerung einsetzte. Für Deutschland treffen diese Voraussetzungen nicht zu. Die deutsche Ausfuhr ist nicht Erschließungsausfuhr, sondern Veredelungsausfuhr. Ihr Umfang wird bedingt durch die Einfuhr von Kupfer, Erz, Wolle, Baumwolle, Lebensmitteln usw. Die Beschaffungskosten dieser Einfuhr wachsen mit den Devisenpreisen und daher schneller als die inneren Preise. Bei ihnen tritt die ganze Preissteigerung ein, sobald sie die Grenze überschreiten. Für die Ausfuhr stellen diese Rohstoffe einen Posten dar, auf dem Verlust liegt, wenn die Devisenpreise fallen, und Gewinn, wenn die Devisenpreise weiter steigen. Eine quantitative Steigerung der Ausfuhr ist aber nicht automatisch möglich, wenn die Devisen weiter steigen, da die Eindeckung mit Rohmaterialien dadurch erschwert wird. Dagegen fallen große Sondergewinne ab. Bei steigenden Devisenpreisen wächst daher vorübergehend die Nachfrage nach Rohstoffen bezw. nach fremden Devisen, weil jeder mit einem weiteren Steigen

rechnet, bei fallenden hört sie vorübergehend auf, weil jeder ein weiteres Fallen erwartet. Die entsprechende Ausfuhrsteigerung, die unter Umständen später einsetzt, ist im wesentlichen nur eine Nachwirkung. Eine Verschiebung der Handelsbilanz tritt nicht ein.

Ueberdies beeinflußt das Steigen der Devisenkurse die Zahlungsbilanz in doppelter Hinsicht ungünstig. Es veranlaßt die ausländischen Besitzer deutscher Mark, dieselben in Angstverkäufen auf den Markt zu werfen, was zu ihrer Entwertung beiträgt, und es zwingt einen Teil des Anlage suchenden Publikums in Deutschland zur Kapitalflucht zwecks Vermögenssicherung. Diese Auslandsanlagen sind dann für die Begleichung deutscher Schulden nur bei einem weiteren Steigen der Devisen verwertbar. Fallen diese, so nimmt der Markerlös ab. Die fremde Währung wird daher für ihre deutschen Besitzer nur für den Verbrauch im Ausland verwertbar.

Ein Teil der Ausfuhr, zum Beispiel Kohle, ist überdies durch die Lieferungsverpflichtungen an die Alliierten von der Ausnutzung dieser Spannung ausgeschlossen, während gleichzeitig durch diese Lieferungen die Ausdehnungsmöglichkeit der Produktion beschränkt wird.

Außerdem besteht die deutsche Ausfuhr aus Konkurrenzwaren, die die Konsumländer nicht ohne weiteres aufnehmen. Sie schützen sich durch

Anti-Dumpinggesetzgebung und durch Einfuhrverbote gegen dieselbe.

Die deutsche Einfuhr dagegen ist Notwendigkeitseinfuhr. Die steigenden Devisenpreise werden, soweit es sich um Verbrauchsgütereinfuhr handelt, sofort vom Konsum empfunden. Soweit es sich um Rohstoffe handelt, können sie in der Ausfuhr zum Teil wieder eingebracht werden.

Der Verbrauch an einzelnen Konsumgütern läßt sich wohl durch steigende Preise einschränken. Aber da in Deutschland als Ganzem von Ueberkonsum keine Rede sein kann, so sind der Einfuhrabnahme, soweit es sich um wichtige Waren handelt, enge Grenzen gesetzt. Dazu kommt, daß die Gewinne der Ausfuhr, soweit sie durch die Preispannung bedingt sind, auf Kosten der deutschen Konsumenten gemacht werden. Soweit es sich um Preise bewirtschafteter Waren handelt, erfolgt die Spannung auf Kosten der Produzenten derselben, vor allem der der Hausbesitzer, aber auch noch von landwirtschaftlichen Produzenten. Das ermöglicht niedrigere Löhne. Nach der anderen Seite geht sie zu Lasten der sämtlichen Gläubiger, der Staatsgläubiger, wie der privaten Gläubiger, der Hypothekenbesitzer und der Obligationenbesitzer, der Pensionäre und zum Teil de· Arbeiter. Die Erleichterung der Ausfuhr wird durch Schwächung des inneren Marktes erkauft. Die allerschärfste Besteuerung, die zur Eindäm-

mung des inneren Konsums führen würde, könnte kaum eine rücksichtslosere Einschränkung des inneren Marktes zur Folge haben, als diese immer fortschreitende Geldentwertung. Die Kaufkraft der Besitzer der Goldreichsschulden, die auf den noch ausstehenden Betrag vor mehreren Jahren mindestens 3½ Milliarden ausgemacht hätte, ist heute aus etwa 40 Goldmillionen gesunken. Niedrige Frachten und Lebensmittelzuschüsse bedeuteten hiergegen nur einen geringen Ausgleich.

Im großen und ganzen wird man sagen können, daß unter den bestehenden Verhältnissen die Prämie, die sich bei fallender Valuta ergibt, nicht ausreicht, die Ausfuhr so zu steigern und die Einfuhr so zu drosseln, daß eine günstige Zahlungsbilanz zustande kommt. Dies ist um so weniger der Fall, als die Reparationszahlungen, die 30—40 v. H. der deutschen Zahlungsverpflichtungen ausmachen, einen festen Posten darstellen, der nicht gekürzt werden kann. Sie wirken wie die Zinsen einer großen Auslandsschuld. Aber während sonst die Länder mit großen Auslandsschulden meist günstige Handelsbilanzen hatten, liegt es in Deutschland umgekehrt.

Nach Lage der Dinge kann die Ausfuhrprämie die Produktion nicht so anspornen, daß mehr produziert wird und dadurch mehr ausgeführt werden kann. Sie wirkt nur dahin, daß von einem verhältnismäßig starren Produkt mehr ausgeführt

wird, daß aber die Einsparung am inneren Konsum durch Mindereinfuhr oder Mehrausfuhr nicht ausreichen, die Zahlungsbilanz einschließlich der Reparation auszugleichen.

Die innere Spannung läßt sich auf die Dauer nicht aufrecht erhalten. Auch ohne den Druck der Alliierten waren mächtige Kräfte an der Arbeit, das innere Preisniveau dem äußeren anzugleichen. Bis jetzt hat die Steigerung der Devisen immer neue Spannungen geschaffen, — diese Spannungen wären noch viel stärker gewesen, wenn der Fall der Goldpreise dem nicht entgegengearbeitet hätte

Da die innere Ausgleichsbewegung aber nun einmal in Fluß gekommen ist, wird sie, insbesondere nach Erhöhung der Frachten und Tarife, nicht mehr Halt machen. Wenn man die Anpassung an die Weltmarktpreise nicht durch Festhalten der Devisen erreicht, muß ein tolles Rennen beginnen, bei dem immer größere Devisensteigerungen nötig sein werden, um immer kleinere Spannungen zu sichern.

VI.

Von alliierter Seite wird immer darauf hingewiesen, daß die Vorbedingung einer Regulierung des Wechselkurses die Balancierung des deutschen Staatshaushaltes und die Einstellung der Notenausgabe sei. Ein Staat, der ein dauerndes Defizit hat und dasselbe durch Notenausgabe decken

muß, ist selbstverständlich nicht in der Lage, seine Währung vor weiterem Sturze zu bewahren. Es kann nicht bezweifelt werden, daß ein Zusammenhang zwischen Notenausgabe und Preisstand und damit zwischen Notenausgabe und Zahlungsbilanz besteht.

Die künstliche Schaffung von zusätzlicher Kaufkraft durch Kredite, insbesondere durch Notenemission, erhöht sicher die Inlandspreise, wenn die Produktion nicht in gleichem Umfang befruchtet wird. Diese Preissteigerung macht sich bei allen Waren fühlbar; sie erstreckt sich natürlich auch auf fremde Devisen. Soweit die Nachfrage nach fremden Devisen nicht durch eigene, in gleichem Augenblick fällige Forderungen ans Ausland befriedigt werden kann, bleibt eine Spitze übrig, die mit heimischen Geldsorten bezahlt werden muß. Die allen Waren gegenüber fühlbare Entwertung des heimischen Geldes macht sich dann auch den Golddevisen gegenüber bemerkbar. Aber die Preissteigerung der fremden Devisen ist viel stärker als die der heimischen Waren. Denn die Nachfrage nach fremden Devisen, insbesondere nach Devisen, die sich aus der Reparationsverpflichtung ergeben, entspringt einem Bedürfnis, das durch Konsumbeschränkung nicht vermindert werden kann.

Die fällige Schuldsumme muß im gegebenen Moment bezahlt werden. Wenn weder Edel-

metalle noch Wertpapiere abgestoßen werden können und keine Form der Anleihen möglich ist, bleibt nur die Zahlung in Papiergeld oder in uneinlöslichen Banknoten übrig, deren Bewertung im Auslande mit ihrer Zunahme abnimmt. Dann muß der Preis der fremden Devisen in die Höhe schnellen, bis entweder irgendwelche inneren Aktiven durch Verkauf flüssig gemacht werden oder fremde Kredite erzielt werden, oder bis eine Bankerotterklärung erfolgt. Das hat sich z. B. bei Kriegsbeginn sehr klar gezeigt. Der Preis des Pfund (telegraphische Auszahlung) in New York ist am 1. August 1914 auf 7 Dollar gestiegen. Die gewöhnlichen Zahlungsmöglichkeiten waren durch den drohenden Kriegsausbruch nicht verfügbar. Obwohl von einer Entwertung des Dollars nicht die Rede sein konnte, sank seine Kaufkraft gegenüber dem Pfund, denn die Schuld mußte unter allen Umständen eingelöst werden. Für den Preis der fremden Devisen ist also im gegebenen Moment der jeweilige Verschuldungsstand entscheidend. Bei einem Aktivsaldo gehen die Preise herunter — auch wenn in der Zwischenzeit eine Notenvermehrung eingetreten ist —, bei einem Passivsaldo gehen die Preise in die Höhe. Ein Vergleich des Standes der Dollardevise mit der Zunahme des deutschen Banknotenumlaufs beweist das deutlich. Bei einem Aktivsaldo wird der Preis nicht unter den Inlandswert des Papiergeldes sinken, bei einem

Passivsaldo kann er dagegen eine phantastische Höhe erreichen. Im November 1921 betrug die durchschnittliche Steigerung der Warenpreise in Deutschland das 35fache des Friedensstandes, die Steigerung des Dollarpreises aber fast das 70fache.

Natürlich übt die Steigerung des Notenumlaufs einen Einfluß dadurch aus, daß sie die Nachfrage nach heimischen Waren vermehrt und die Nachfrage nach zu ihrer Herstellung nötigen Einfuhrwaren steigert. Sie vermindert also die sofort zur Ausfuhr verfügbare Warenmenge. Wenn auch später die Ausfuhr durch Verarbeitung wieder gesteigert wird, muß doch der Geldentwertung eine Devisenverteuerung entsprechen, denn das erhöhte Angebot von Ausfuhrgütern, das die Devisenpreise drücken könnte, kommt erst später auf den Markt. Eine Stillegung der Notenpresse kann daher wohl der Preissteigerung Einhalt tun, soweit sie sich auf Inlandsgüter erstreckt.

Damit ist aber noch nicht erwiesen, daß sie die Zahlungsbilanz verbessert und daß der Wechselkurs gehoben werden kann. Es handelt sich dabei nicht nur um Einstellung der Notenvermehrung. Bei einer Notenausgabe von 120 Milliarden Mark, von denen ein großer Teil im Inland und im Ausland versteckt ist, dürfte bei dem heutigen Preisniveau ein Ueberfluß von Umlaufsmitteln kaum vorhanden sein. Das, worauf es ankommt, ist die Schaffung zusätzlicher Kaufkraft durch die

Begebung neuer Schatzwechsel. Soweit die Schatzwechsel vom Publikum genommen werden, stellen sie keine zusätzliche Kaufkraft dar. Sie sind nur eine Umlegung durch den Staat von kurzfristigen Kapitalien auf die Konsumtion, während sie für die Produktion nutzbar gemacht werden sollten. Sie können sich aber bei Bedarf durch Rediskontierung bei der Reichsbank selbsttätig in neue Noten verwandeln; diese Noten vermehren dann die Kaufkraft künstlich.

Eine Politik der Sperrung der Notenausgabe und der Schatzwechselbegebung wird in der Tat, wenn sie möglich ist, eine wesentliche Verminderung der künstlich geschaffenen Kaufkraft zur Folge haben. Wenn der Staat seine Ausgaben durch Besteuerung des Einkommens seiner Bürger deckt, so wird keine Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus durch verstärkte Nachfrage mehr erfolgen können. Denn die Kaufkraft, die der Staat gewinnt, verlieren seine Bürger. Vielleicht werden sogar die in England und in den Vereinigten Staaten beobachteten Erscheinungen der Deflation Platz greifen. Das kann also eine verringerte Nachfrage nach Inlandswaren bedeuten. Es ist aber fraglich, ob sie in Deutschland in der Tat eintreten wird, oder ob nicht vielmehr unter dem dann anschwellenden Druck der Besteuerung die kapitalkräftige Oberschicht ihr Einkommen weiter konsumieren wird, während die Mittelklasse den

Rest ihrer Ersparnisse aufzehrt, da sie Waren haben muß. Es besteht aber auch die Möglichkeit, daß sich am Preisniveau wenig ändert. Die deutschen Preise sind größtenteils Monopolpreise, jede Besteuerung des Einkommens wird daher auf das Publikum abgewälzt.

Ganz allgemein gesprochen liegt in Deutschland kein Ueberkonsum vor, sondern ein Unterkonsum. Große Warenmengen, die durch Einschränkung des Konsums für die Ausfuhr frei werden und frei werden sollen, sind daher nicht vorhanden. Immerhin soll als Folge der Verknappung der Zahlungsmittel ein Preisfall angenommen werden, der die Ausfuhr in zwiefacher Weise, einmal, weil die Preise fallen und zweitens, weil neue Ausfuhrmengen frei werden, erleichtern wird.

Die Hindernisse der deutschen Ausfuhr liegen aber nicht in hohen Preisen — das Inlandspreisniveau steht immer noch stark unter dem Weltniveau —, sondern in den für die Ausfuhr verfügbaren Mengen.

Viel wichtiger ist daher die Frage, ob die deutsche Einfuhr durch die niedrigen Preise eingeschränkt werden wird oder nicht. Soweit es sich um entbehrliche, fertige Konsumartikel handelt, kann das vielleicht der Fall sein. Diese Waren spielen aber nach Umfang und Wert keine erhebliche Rolle. Die deutsche Einfuhr besteht wesentlich aus Nahrungsmitteln und Rohstoffen und

Halbfabrikaten zur Veredelung. Wird sie sehr stark eingeschränkt, so wird die Ernährung und die Arbeitsleistung und damit späterhin die Ausfuhr und die Bezahlung gefährdet. Ueberdies bedeutet ein Preisfall im Innern zwar eine Erschwerung der Einfuhr; wenn aber die Kaufkraft der Mark wächst, so wächst sie auch gegenüber der Golddevise, die dadurch billiger wird und die weitere Einfuhr erleichtert.

Der Steuerdruck, der bei Ersetzung der Notenausgabe durch Steuern eintritt, soll den Konsum an Einfuhrgütern und an ausfuhrfähigen Inlandswaren so einschränken, daß der Ausgleich der Zahlungsbilanz sich vollzieht. Der durch Verminderung des Notenumlaufs entstehende Preisfall soll eine Verschiebung zwischen den Forderungen ans Ausland und Verpflichtungen an dasselbe herbeiführen. Es ist nicht wahrscheinlich, daß das geschieht. So wenig die große Preissteigerung der Devisen, die die Kaufkraft des Inlandsmarktes sehr einschränkt und die Ausfuhr erleichtert, den Ausgleich gebracht hat, ebensowenig wird der Steuerdruck das in dem nötigen Umfang bewirken.

Es wäre nötig, den deutschen Konsum um die 3 Milliarden Goldmark einzuschränken, die die Zahlung der Reparationsleistungen verlangt. Das heißt, der innere Markt müßte Kaufkraft in diesem Ausmaß — also um 210 Milliarden Papiermark — aufgeben, und der äußere Markt Waren in diesem

Umfang neu aufnehmen. Selbst wenn das ökonomisch möglich wäre, so ist es unwahrscheinlich, daß ein Volk sich solche Konsumbeschränkung dauernd auferlegt.*)

Es wird also wohl vorübergehend eine Erhöhung des Markwertes eintreten und damit ein Fall der fremden Devisen. Diese vorübergehende Erhöhung der Mark wird zu spekulativen Markkäufen und damit zu einer weiteren Steigerung führen. Die nichtspekulative Zahlungsbilanz wird aber nicht wesentlich günstiger werden. Das wäre nur möglich, wenn die im Ausland befindlichen Mark gehortet würden, also gewissermaßen zu einer festen, zinslosen Anleihe würden. Die Verknappung der Mark würde dann weiter zunehmen, da sie nicht durch Realisierungsverkäufe unterbrochen würde, und die Preise würden weiter fallen. Das Ausland würde immer mehr in Deutschland kaufen.

Das alles aber ist nur wirksam, wenn die deutsche Produktion so elastisch ist, daß sie bei fallenden Inlandspreisen immer mehr produzieren und exportieren könnte, während die Einfuhr in der gleichen Weise abnehmen könnte. Das dürfte indes kaum geschehen. Vielmehr wird bei einem Steigen der Mark die Einfuhr auf lange Frist nicht ab-, sondern zunehmen, da sie ja verbilligt wird

*) Bei einem derartigen Steuerdruck würde die Kaufkraft Deutschlands für fremde Waren kaum zunehmen; die Absatzkrise der Welt würde dadurch nicht überwunden werden.

Die gesteigerte Ausfuhr wird überdies nicht ausschließlich mit fremden Einfuhrwaren bezahlt, sondern zum Teil mit deutschen Mark in den verschiedensten Formen. Wenn diese Mark sich nicht auf Kapitalgüter stürzen, wie beim Erwerb von Häusern und Aktien, so kommen sie in irgendeiner Form auf den Markt. Die Verknappung, die zur Warenausfuhr geführt hat, führt dann, wenn sie weiter fortschreitet, wieder zur Markeinfuhr und infolge von Auslandsnachfrage wieder zur Preissteigerung.

Der momentane Verschuldungsstand wird also beeinflußt von P a p i e r e n t w e r t u n g und V e r s c h u l d u n g. Dazu kommt, als selbständiges Moment, der Einfluß politischer Erwägungen. Der augenblickliche Stand des Verschuldungssaldos, der sich in den Wechselkursen ausspricht, verschiebt die Gestaltung eines Saldos an künftigen Stichtagen. Bei steigenden Devisenpreisen wächst infolgedessen die augenblickliche Nachfrage, weil jeder sich in Panikstimmung eindeckt, bei sinkenden fällt sie aus den umgekehrten Gründen. Der bedeutendste Posten der deutschen Zahlungsbilanz, die Reparationsverpflichtung, wird in seinem Gewicht nur durch die Entwicklung der Weltmarktpreise beeinflußt, nicht aber durch die deutschen Preise; seine Bezahlung wird um so drückender und schwieriger, je mehr die Goldpreise sinken. Die Menge Waren, die zur Abgeltung einer Milli-

arde nötig ist, wächst bei fallenden Preisen; während gleichzeitig natürlich der Absatz schwieriger wird. Unter diesen Umständen ist es ganz klar, daß weder die Kontraktion des Papiergeldumlaufs noch die automatische Einwirkung der Wechselkurse auf die Handelsbilanz die Zahlungsbilanz ins Gleichgewicht bringen kann. Deutschlands Lage ähnelt derjenigen eines Agrarlandes, das infolge einer Reihe von schlechten Jahren keinen Ausfuhrüberschuß hat, um seine Auslandszinsen zu bezahlen. Auch wenn es seine Einfuhr einschränkt und kein neues Papiergeld ausgibt, so entstehen ein ungünstiger Verschuldungsstand und damit steigende Preise für Auslandsdevisen.

Die Anstöße zum Steigen der Devisen in Deutschland kommen heute von außen. Selbst wenn es in einem gegebenen Moment möglich wäre, das innere Budget zu balancieren, müssen die Devisen in die Höhe gehen, wenn ungedeckte Spitzen vorhanden sind. Wenn z. B. bei einem Preise von 200 Mark für den Dollar das deutsche Budget ins Gleichgewicht (infolge einer Zwangsanleihe) käme, so wäre selbst bei einer starken Einschränkung des deutschen Konsums und daraus folgender Verbesserung der Handelsbilanz eine ungedeckte Spitze vorhanden. Nehmen wir selbst den unerhört günstigen Fall an, daß 5 Milliarden Forderungen ans Ausland nur 6 Milliarden Aus-

landsverpflichtungen gegenüberstünden, so bliebe immer noch eine Milliarde unbeglichen. Verteilt man diese Milliarde über das ganze Jahr, so wäre noch ein Tagessaldo von 2,73 Millionen Mark Gold zu decken. Zu dessen Begleichung sind nur aus Steuern eingegangene Banknoten übrig.*) Diese Banknoten werden auf die Dauer nicht in diesem Verhältnis angenommen werden, vielmehr wird der Preis der Spitze bald höher steigen, und mit ihr steigen die Preise aller fremden Devisen, auch derjenigen, die durch Ausfuhrerlöse gedeckt werden könnten. Der Verschuldungsstand kann zweifelsohne durch ab- und zunehmende Inflation beeinflußt werden. Wenn er aber durch physische und rechtliche Tatsachen in bestimmtem Umfange gegeben ist, wie in Deutschland, so bedeutet eine abnehmende Inflation nur eine Umrechnung der beiderseitigen Posten in andere Ziffern. Eine wesentliche Veränderung bringt er nicht. Im Gegenteil, es ist umgekehrt, wie meist angenommen wird. Die Wirkungen der Verschuldung sprechen sich in einem hohen Preis der Golddevisen aus. Das ist gleichbedeutend mit der sofortigen Verteuerung aller Einfuhr. Die Preissteigerung in Deutschland beginnt an der Peripherie und führt erst allmählich als innere Preissteigerung zu den Teuerungswellen, die das ganze Wirtschaftsleben durchfluten, die den staatlichen Voranschlag umwerfen, ein Defizit

*) 191 Millionen Mark Papier bei einem Verhältnis 1 : 70.

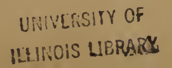
schaffen und zur Deckung dieses Defizits zur Notenausgabe zwingen. Wenn es möglich wäre, durch eine Zwangsanleihe das deutsche Budget bei einem Dollarstand von 120 Mark zu balancieren, so wäre dadurch allein ein Ausgleich der Zahlungsbilanz nicht zu erreichen. Der Dollar würde weiter steigen, wenn es nicht möglich ist, den deutschen Konsum an Auslandswaren und an ausfuhrfähigen Inlandswaren um den Betrag der Reparation zu vermindern. Bei 240 Mark würde er bei einer Reparationslast von 3 Milliarden Mark Gold allein auf diesem Konto ein Defizit von 90 Milliarden Mark herbeiführen. Wäre die deutsche Volkswirtschaft völlig elastisch, so könnte aus der Einstellung der Inflation eine selbsttätige Steigerung der Warenausfuhr entstehen. Sie untersteht aber immer noch dem Gesetze der Knappheit. Kohle, Arbeitskraft und Kapital zu Neuanlagen sind nicht in dem notwendigen Ausmaß vorhanden. Dazu kommt die mangelnde Aufnahmefähigkeit des Auslands für industrielle Produkte. Das Ausland kann also nicht genügend Waren kaufen, um durch seine Nachfrage den Strom der Produktion zum Fließen zu bringen. Es muß sich auf den Erwerb von Aktien, Immobilien und Obligationen werfen. Es wird dadurch in verstärktem Maße der Gläubiger Deutschlands, aber ein Gläubiger, der die Produktivität des Schuldners nur indirekt erhöht. Diese Käufe, die das Weitersteigen der Devisen im ge-

wissen Sinne verhindern, ermöglichen die billigere Eindeckung mit Rohstoffen. Sie können, wenn sie lange genug fortgesetzt werden, dazu führen, daß sich die Zahlungsbilanz vorübergehend ausgleicht, weil bei fallenden Markkursen der ausländische Kapitalist kein Interesse daran hat, Markzinsen, mit denen er nichts anfangen kann, zu beziehen. Die Kreditgewährung vermehrt sich so automatisch, aber die Fähigkeit zur Ausfuhr wird nicht gesteigert. Deutschland erhält nur eine Art Konsumtivkredit.

VII.

Wenn es unmöglich ist, die deutsche Zahlungsbilanz durch das automatische Spiel der Wechselkurse oder durch die Einstellung der Ausgabe neuer Banknoten ins Gleichgewicht zu bringen, so erhebt sich die Frage, ob es denn überhaupt kein Mittel gibt, einen Ausgleich herbeizuführen. Ist das der Fall, dann ist auch an eine Regulierung der Wechselkurse nicht zu denken; dann muß die wirtschaftliche Anarchie, die das heftige Schwanken der Mark herbeiführt, ihren Fortgang nehmen.

Die Erfahrung der ans Ausland verschuldeten Länder — und vom Standpunkt der Regulierung der Wechselkurse aus gesehen, ist Deutschland ein ans Ausland verschuldetes Land — hat bewiesen, daß der zweckmäßigste Ausgleich der Zahlungsbilanz in der zeitweiligen Herabsetzung von



Auslandsverpflichtungen besteht. Dieser Weg, der Weg des Moratoriums, ist in dem gewünschten Umfange nicht gangbar. Die Herabsetzung der deutschen Zahlungen für 1922 auf 720 Millionen Mark Goldzahlungen und 1450 Millionen Mark Sachleistungen vermindern die Auslandsverpflichtungen nicht genügend. Die Lieferung von Sachleistungen an Stelle der Zahlung von Golddevisen entlastet die Zahlungsbilanz nur in geringem Grade. Die Verrechnung im Inland wird etwas erleichtert, wenn die Inlandspreise wesentlich unter den Weltmarktpreisen stehen, oder wenn in irgendeiner Form die Lieferanten zur Zahlung herangezogen werden. Nach außen wird aber die Zahlungsbilanz nur dann verbessert, wenn die Lieferung dieser Sachleistungen nicht auf Kosten der übrigen Ausfuhr geschieht. In einem Lande wie Deutschland, das an Warenknappheit leidet, dürfte das kaum der Fall sein, wenn die Lieferungen beträchtlichen Umfang haben. Wenn das so ist, und wenn das Ausland sich zur Abnahme dieser Waren zu Weltmarktpreisen verpflichtet, dann würde zweifelsohne dieser Posten der Zahlungsbilanz anschwellen, aber auf Kosten der normalen Ausfuhr. Müssen die Lieferungen unter dem Weltmarktpreise erfolgen, so wird die Zahlungsbilanz in diesem Verhältnis zuungunsten Deutschlands verschoben. Nur wenn das Ausland sein Kaufrecht nicht aus-

übt und keinen Anspruch darauf hat, den Ausfall durch Goldzahlungen sich ersetzen zu lassen, tritt eine Verbesserung der Zahlungsbilanz ein. Es wird aber immer unsicher sein, ob das geschieht.

Rechnet man die Verpflichtung aus dem Ausgleichsverfahren und die sonstigen Verpflichtungen ans Ausland aus dem Friedensvertrag hinzu, so sind die jährlichen Friedensvertragszahlungen Deutschlands auch nach der Herabsetzung von 3 Milliarden Mark Gold nur wenig entfernt. Unter diesen Verhältnissen ist ein Ausgleich der Zahlungsbilanz ausgeschlossen. Derselbe ist nur möglich, wenn für die nächsten Jahre die gesamten Reparationszahlungen Deutschlands, abgesehen von bestimmten Naturalleistungen wie Kohlen, völlig in Wegfall kommen. Auf dem Wege eines Moratoriums ist das unmöglich. England, Belgien und Italien können unter Umständen eine Stundung ertragen. Frankreichs finanzielles Dasein ist dagegen vom Eingang beträchtlicher Zahlungen in Gold abhängig. Da die wirtschaftliche Rettung Deutschlands mit dem wirtschaftlichen Zusammenbruch Frankreichs nicht erkauft werden kann und soll, muß ein Weg gefunden werden, der Deutschland für eine bestimmte Frist von Goldzahlungen an Frankreich befreit, ohne daß Frankreich auf den Eingang dieser Summen verzichten muß. Es wird also nötig sein, für etwa 5—7 Jahre Frankreich auf Kosten Deutschlands diejenigen

Gelder vorzuschießen, die Deutschland nicht zurzeit zu zahlen vermag. Nimmt man den französischen Anteil, soweit er in Gold zu entrichten ist, mit etwa 1 Milliarde Mark an, so müßte Frankreich während einer Frist von 5—7 Jahren diese Summe, also insgesamt 5—7 Milliarden Mark, vorgeschossen werden. Das könnte nur in der Weise geschehen, daß Deutschland eine Anleihe im Betrage von 5—7 Milliarden Mark aufnimmt. Die Anleihe müßte langfristig sein, sie könnte vom Jahre 1923 ab mit den Summen verzinst werden die heute als Saldo des Ausgleichsverfahrens zu zahlen sind. Sie müßte nicht auf einmal begeben werden, sondern könnte unter Umständen in bestimmten Abschnitten ausgefolgt werden.

Die technische Seite dieser Operation soll hier nicht erörtert werden, da es sich zurzeit nicht um die Frage handelt, ob die Operation möglich ist, sondern ob sie den gewünschten Zweck erreicht.

Wenn die oben gemachten Ausführungen über die Gestaltung der deutschen Zahlungsbilanz richtig sind, so würde eine derartige Anleihe die nötige Erleichterung der Zahlungsbilanz herbeiführen. Der Dollar würde auf die bloße Ankündigung einer solchen Operation sehr stark sinken. Es wäre dann durch Zusammenarbeiten der großen Zentralbanken der Welt nicht schwer, nach aufmerksamer Beobachtung den Dollar in der Nähe des einmal erreichten Standes zu halten und sein weiteres Stei-

gen zu verhindern. Mit andern Worten, es wäre möglich, einen Höchstpreis für fremde Devisen festzusetzen.

Wenn das geschehen ist, so wird das deutsche innere Preisniveau in ein dauerndes festes Verhältnis zum Ausland kommen. Die heftigen, von den Bewegungen der Golddevisen ihren Ausgang nehmenden Preisschwankungen kämen zu Ende. Die innere, von Preisheraufsetzungen beeinflußte, zu Lohnbewegungen führende Unruhe käme zum Stillstand. Es wäre möglich, einen wirklich zuverlässigen Voranschlag für den deutschen Staatshaushalt zu machen. Denn die Erfahrung hat gezeigt, daß das deutsche Budget eine Funktion der Wechselkurse ist. Es kann nicht ins Gleichgewicht gebracht werden, solange der Preis der Golddevisen steigt.

Das deutsche Budget besteht aus zwei Teilen: Aus den Goldmarkverpflichtungen des Friedensvertrages und den Papiermarkverpflichtungen des inneren Haushaltes. Nach dem Voranschlag für das laufende Jahr betragen die Papiermarkverpflichtungen der allgemeinen Reichsverwaltung 86 Milliarden Mark, die gekürzte Reparationsleistung einschließlich der Zahlungen im Ausgleichsverfahren etwa 3 Goldmilliarden, deren Druck auf das Budget mit dem Preis des Dollars wechselt. Kostet derselbe 145 Mark, entsprechen also 1 Goldmark 35 Papiermark, so ist die Repa-

rationslast in Papier berechnet etwa gleich den Kosten der allgemeinen Reichsverwaltung. Bei einem Stande der Goldmark von 70 beträgt sie 200 Milliarden oder das 2⅓fache des eigentlichen Reichsbedarfs (unter Ausschluß der Betriebsverwaltungen).

Von den 86 Milliarden Ausgaben der allgemeinen Reichsverwaltung umfassen 61 Milliarden Schuldzinsen, Ueberweisungen an Länder und Pensionen. An ihnen kann nicht gespart werden. Soweit sie nicht, wie die Ueberweisungen, ein bloß durchlaufender Posten sind, stellen sie Summen dar, deren Gewicht durch die Geldentwertung auf Kosten ihrer Empfänger vermindert wird. Die Posten, an denen überhaupt gespart werden könnte, dürften die Summe von 10 Milliarden kaum überschreiten.

Der Inflation durch weitere Notenausgabe kann also, solange der Goldhaushalt der Reparation nicht vermindert wird, durch Einsparung nicht gesteuert werden. Bei einem bestimmten Stande des Dollars sind die Staatsausgaben gegeben. Soll die Notenpresse ihren Betrieb einstellen, so muß das Defizit durch Steuern und langfristige Anleihen gedeckt werden. Gelingt das auch nur vorübergehend, so würde zweifelsohne der Kurs des Dollars wesentlich sinken und damit in der Tat durch Verbilligung des Reparationshaushaltes eine starke Entlastung des Budgets ein-

treten. Es würde dann wohl der Preis der fremden Devisen, aber nicht ihre Menge stark verändert werden. Der Devisenmangel würde nicht beseitigt werden: Denn bei einer Handelsbilanz von 6 Milliarden Einfuhr und 4 Milliarden Ausfuhr läßt sich eine Reparationsleistung von 3 Milliarden weder an der Einfuhr kürzen noch der Ausfuhr ohne weiteres zuschlagen. Selbst eine Verteilung dieses Postens auf beide ist in dem nötigen Umfang nicht möglich. Es muß also wieder ein weiteres Steigen der Devisen und damit ein Steigen der Preise aller Einfuhrwaren eintreten. Diese Steigerung pflanzt sich im Innern fort und führt zu erneuter Aufwärtsbewegung der Preise und Löhne. Im Papiermarkthaushalt des Reichs tritt sofort eine Störung bei den Betriebsverwaltungen ein. Bei der allgemeinen Reichsverwaltung werden nur verhältnismäßig wenige Posten sofort getroffen. Die Ziffern des Voranschlages reichen trotzdem nicht länger aus, da die Steuern hinten nachhinken. Die Kosten des Goldmarkhaushaltes gehen automatisch in die Höhe, — in ähnlicher Weise wie sie die Erklärung der Reparationskommission in der dritten Märzwoche um 28 Milliarden in die Höhe getrieben hat. Die Papiermarkkosten der Reparationsdevisen steigen um diesen Betrag. Um sie und die anderen Erhöhungen des Staatshaushalts zahlen zu können, bedarf es neuer Mittel, die nicht schon wieder durch Steuern und innere Anleihen,

sondern durch Inanspruchnahme der Notenpresse befriedigt werden müssen, da gleitende Steuern, die ein derartiges Defizit automatisch decken, kaum erfunden werden können.

Auch bei Regulierung des Markkurses wird es vielleicht nicht sofort möglich sein, jedes Defizit zu vermeiden. Aber es wird dann möglich sein, das Defizit nicht mehr durch Begebung von Schatzwechseln an die Reichsbank und durch Notenausgabe zu decken, sondern durch Auflegen einer festverzinslichen inneren Anleihe, die aus den Barbeständen des Publikums unter Beteiligung des Auslands gezeichnet werden wird. Es besteht natürlich die Gefahr, daß die Zwangsanleihe, die jetzt vorbereitet wird, diese Möglichkeit etwas beeinträchtigt. Da aber das Anlage suchende Publikum heute ratlos dasteht, wenn es sein Vermögen in Papieren anlegen will, die nicht mit Sicherheit im Werte fallen, so wird es bestimmt von der Möglichkeit Gebrauch machen, festverzinsliche Markwerte zu kaufen, wenn es erst wieder an die Wertbeständigkeit der Mark glaubt. Es kann dann die Spekulation in Aktien aufgeben und die versteckten fremden Noten in zinstragende Markanleihen verwandeln. In der gleichen Weise wird ein Teil des Auslands, der zinslose oder geringverzinsliche Markguthaben besitzt, diese gegen verzinsliche Markwerte tauschen. Die innere Sanierung, die eine Zwangsanleihe bei fal-

lender Inlandswährung nicht bringen kann, wird dann möglich sein.

Es wird dann aber auch möglich sein, aus den Verbrauchssteuern größere Einnahmen zu erzielen, da bei sinkenden Inlandspreisen eine derartige Mehrbelastung erträglich ist. Wenn diese Regulierung der Mark erreicht ist, wird es möglich sein, eine von den Zugriffen der Behörden und der Interessenten freie Handelspolitik zu treiben. Die Außenhandelsstellen werden verschwinden können, die Einfuhrverbote können fallen, an ihre Stelle werden Zolltarife treten. Es wird möglich sein, Handelsverträge abzuschließen, deren Zweck nicht wie bei vielen heutigen Handelsabkommen die Drosselung, sondern die Förderung des Handels ist. Man wird mit fremden Staaten über die Meistbegünstigung verhandeln können, was heute in der Praxis unmöglich ist, solange sie den Vorwand haben, sich mit Antidumping-Zöllen gegen Valutaprämien schützen zu müssen.

Die Reichsbank wird keine weiteren Noten mehr ausgeben müssen. Es wird in absehbarer Zeit möglich sein, die ausgegebenen Noten in Staatspapiergeld zu verwandeln. Die Verzinsung der sie deckenden Schatzwechsel kann eingespart werden und zu einem Fond zur Einlösung der ausstehenden Noten verwendet werden. Die Reichsbank kann dann wirklich autonom werden, und neue Noten nur gegen Warenwechsel ausgeben.

Eine Stabilisierung der Mark ist damit noch nicht erreicht, wohl aber ist es möglich, auf diese Weise die Grundlage zu legen, auf der eine solche Stabilisierung später erfolgen kann.

Es soll hier nicht untersucht werden, ob die vorgeschlagenen Maßnahmen politisch möglich sind. Wenn sie wirtschaftlich zweckentsprechend sind und nicht durch bessere andere ersetzt werden können, dann werden sie politisch möglich gemacht werden müssen, wenn man den erstrebten Zweck, die Regulierung der Wechselkurse, erreichen will. Dieser Zweck ist mit rein währungstechnischen Maßnahmen nicht erreichbar. Er kann nur verwirklicht werden, wenn es gelingt, die deutsche Zahlungsbilanz zum Ausgleich zu bringen, und das ist ohne eine Umwandlung der deutschen Reparationszahlungen der nächsten Jahre in eine langfristige festverzinsliche Anleihe nicht möglich.





